

**Alberto Furuguem**  
([furuguem@furuguem.com.br](mailto:furuguem@furuguem.com.br))

### RESERVAS CAMBIAIS – QUANTO MAIOR MELHOR

O dólar está sob pressão de baixa no mercado brasileiro, aproximando-se de R\$ 1,70. O Banco Central retoma a prática de compra, para prevenir valorização adicional do real. O tema gera indagações, como: a) O Banco Central irá comprar o ingresso de moeda estrangeira ligado à capitalização da Petrobrás? b) O Ministério da Fazenda irá, via Fundo Soberano, atuar para impedir valorizações exageradas da moeda brasileira? c) O Banco Central poderá começar a reduzir a taxa básica de juro, SELIC, já que a inflação, medida pelo IPCA, mostra comportamento favorável?

É impossível haver consenso, quando se trata de formular o que poderia ser considerado a melhor política cambial para o País.

No Brasil, nas últimas três décadas, já tivemos de tudo: minidesvalorizações (que buscava manter a taxa de câmbio real), taxa fixa nominal (congelamento da taxa de câmbio), pré-definição de limite para variação da taxa nominal do câmbio, maxidesvalorizações (visando corrigir defasagens em relação a uma taxa real de câmbio considerada sustentável), taxa flutuante (nos primeiros tempos do Plano Real), bandas cambiais, “banda diagonal endógena” (que durou poucos dias), câmbio flutuante (a partir de janeiro de 1999, quando chegamos a uma situação crítica, com de perdas aceleradas de reservas cambiais).

É verdade que o cenário econômico internacional e interno passou por situações muito diferenciadas, ao longo dos últimos trinta anos, o que poderia, em princípio, justificar a prática de políticas cambiais tão diversas. É verdade, também, que o que se considera “a melhor política cambial” varia conforme a “cabeça” de quem tem o poder de formulá-la e colocá-la em prática. O conceito de “melhor fórmula de política cambial” também pode mudar na mente de uma mesma pessoa, conforme as circunstâncias. Isso é plausível, pois, na prática, a política econômica se faz por tentativa e erro.

Nos primeiros meses de 2007, quando o PIB mundial estava crescendo em ritmo acelerado, pelo quinto ano consecutivo, muitos analistas embarcaram na ilusão de que a prosperidade permanente seria o novo paradigma da economia mundial: não haveria mais ciclos de expansão e desaceleração, como estávamos acostumados a ver pela experiência passada. Naquela altura, as reservas cambiais brasileiras haviam ultrapassado o patamar, nunca antes atingido, de 100 bilhões de dólares. O fato estimulava o debate entre economistas: teria sentido seguir aumentando o volume das reservas cambiais, considerando que a remuneração das mesmas ficava abaixo do custo da dívida pública (que aumentava para

compensar o impacto monetário da compra de divisas pelo Banco Central)? Naquela ocasião, tivemos oportunidade de defender a idéia de que o acúmulo de maior volume possível de reservas seria um caminho estrategicamente recomendável, já que não sabíamos como, efetivamente, iria se comportar a economia mundial. Não tínhamos bola de cristal: apenas não estávamos entre aqueles que acreditavam na sustentação indefinida do crescimento acelerado da economia mundial. É claro que também não sabíamos, naquela altura, que pudesse haver tanta sujeira debaixo do tapete dos créditos imobiliários na maior economia do Mundo. Nem poderíamos imaginar que, em setembro do ano seguinte (2008), um dos maiores, dos mais antigos e bem conceituados bancos de investimento norte-americano, o Lehman Brothers, poderia quebrar e, em conseqüência, lançar a economia mundial à beira de um precipício. Somente não caímos no precipício de uma depressão mundial, graças à ação dos bancos centrais e dos governos dos principais países desenvolvidos. Ficamos apenas na recessão de 2009, quando a maioria, entre as maiores economias do Mundo, encolheu significativamente.

A recuperação da recessão mundial de 2009 está em curso, mas ainda existe muita incerteza no ar.

A economia americana ainda dá sinais dúbios sobre seu processo de recuperação. A economia européia não está tão mal quanto se chegou a temer, mas a maioria de seus integrantes enfrenta desafios nada corriqueiros com o crescimento dos déficits fiscais e das suas dívidas públicas. O principal trunfo para a recuperação da economia mundial encontra-se no bom desempenho das principais economias emergentes da Ásia (China, Índia, Coréia do Sul, etc.) e da América Latina (com destaque para o Brasil).

As reservas cambiais brasileiras superam o patamar de 260 bilhões de dólares.

Como o Banco Central voltou a entrar no mercado comprando moeda estrangeira e, assim, ampliando o já elevado nível das reservas cambiais, torna-se inevitável a volta do questionamento sobre o acerto dessa orientação. A propósito, continuamos a defender a idéia de que: “Reservas cambiais, quanto maior melhor”.

É de se considerar que o volume de reservas cambiais acumulado pelo Brasil não é diferente do que ocorre em algumas importantes economias emergentes. Ao contrário, alguns países, com os melhores desempenhos em termos de crescimento nos últimos anos, detêm valores relativamente mais expressivos de reservas cambiais. Nem seria o caso de nos compararmos à China, que com cerca de 2,5 trilhões de dólares de reservas, continua sendo a economia emergente com melhor desempenho, há mais de vinte anos. No caso da China, as reservas cambiais chegam a quase 50 % do PIB. As reservas cambiais brasileiras representam, no momento, o equivalente a 15% do PIB estimado para 2010. As principais economias emergentes da Ásia detêm, em termos relativos e absolutos, valores tão ou mais elevados de reservas cambiais do que o Brasil.

Se continuarmos a elevar o volume de nossas reservas cambiais, não estaremos sendo diferentes da maioria dos países mais bem sucedidos economicamente. Estaremos apenas seguindo um caminho semelhante. Estaremos, em princípio, em boa companhia.

Devemos considerar, também, que o nosso déficit em conta corrente encontra-se em nível perigosamente elevado (50 bilhões de dólares/ano) e crescente. Apesar disso, nosso acesso ao mercado financeiro e de capitais internacional é amplo e parece até ilimitado.

O Brasil continua recebendo recursos externos em volume que lhe permite financiar o elevado déficit em conta corrente. Mas, até quando? Quanto maior o volume de divisas disponível, menor será o risco de sofrermos os efeitos de uma fuga brusca de recursos externos, em caso de uma crise de confiança nos rumos da economia mundial.

**Brasil - Indicadores Seleccionados**

Ítems	2006	2007	2008	2009	2010 projeção	2011 projeção
1. População (Milhões de habitantes)	184,6	186,8	189,6	191,7	193,6	195,5
2. PIB (US\$ bilhões) (PPP) (*)	1708	1834,0	1860,0	1900	1950,0	2010,0
3. PIB per capita (dólares) (PPP) (*)	9252	9818	9820	3143	9970	10200
4. PIB (R\$ bilhões - a preços correntes)	2333	2598	2890	3100	3540	3850
5. PIB (US\$ bilhões - a preços correntes)	1050	1305	1490	1409	1932	2055
6. PIB - Crescimento (% a.a.)	3,7	5,7	5,1	-0,2	7,4	4,5
- Indústria	2,8	4,7	4,3	-5,5	10,2	4,6
- Agropecuária	4,1	5,0	5,8	-5,2	7,5	5,0
- Serviços	3,7	5,4	4,8	2,6	5,5	4,0
7. Inflação (% a.a.) (preços ao consumidor) (IPCA)	3,1	4,5	5,9	4,3	5,1	4,8
8. Inflação (% a. a. - IGPM)	3,8	7,7	9,8	-1,7	8,5	5,0
9. Taxa média de desemprego (%)	10,0	9,3	8,1	8,1	7,0	7,0
10. Taxa Nominal de juros (SELIC % a.a.)	13,25	11,25	13,75	8,75	10,75	10,75
11. Taxa real de juros (% a.a.)	10,5	8,1	7,2	4,5	4,4	5,7
12. Taxa de Investimento (FBCF/PIB)	16,8	18,3	19,9	16,5	18,0	18,0
13. Exportações (US\$ bilhões)	137,5	160,6	197,9	153,0	196,0	225,0
14. Importações (US\$ bilhões)	91,4	120,6	173,2	127,6	178,0	205,0
15. Balança comercial (US\$ bilhões)	46,1	40,0	24,7	25,4	18,0	20,0
16. Saldo em conta-corrente (US\$ bilhões)	13,5	3,6	-28,3	-24,3	-50,0	-58,0
17. Saldo em conta-corrente/PIB (%)	1,4	0,3	-1,8	-1,6	-2,6	-2,8
18. Investimentos Externos (US\$ bilhões)	18,8	34,6	45,1	25,9	35,0	40,0
19. Reservas Cambiais (US\$ bilhões)	85,7	180,3	206,8	239,0	265,0	270,0
20. Dívida externa total líquida (US\$ bilhões)	74,8	-11,9	-27,7	-61,2	-45,0	-50,0
21. Dívida externa total líquida/exportações	0,5	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	-0,3
22. Taxa de Câmbio final de período (R\$/US\$)	2,14	1,78	2,35	1,74	1,80	1,86
23. Taxa de Câmbio Real/Dólar (variação %)	-8,2	-16,8	32,0	-26,0	3,4	3,5
24. Déficit Público Nominal (% PIB)	3,4	2,3	2,0	3,3	3,0	2,5
Governo Federal	3,6	...	0,9	3,4	...	...
Governos Estaduais e Municipais	0,8	...	1,2	-0,1	...	...
Empresas Estatais	-1,0	...	-0,1	...	...	...
25. Dívida Pública Líquida (US\$ bilhões)	498,8	674,6	490,9	773,2	805,0	828,0
26. Dívida Pública Líquida/PIB (%)	44,9	43,9	38,8	43,0	41,0	40,0
27. Dívida Pública Líquida (R\$ bilhões)	1067,4	1150,4	1153,6	1345,3	1450,0	1540,0
28. Carga Tributária (% do PIB)	34,0	34,5	34,9	34,3	35,0	35,0
29. Juros/PIB (%) (**)	7,7	6,3	5,6	5,4	5,1	5,5
30. Supermercados - Vendas Reais (%)	-1,60	5,9	9,0	6,0	5,5	5,0

Fonte dos dados observados: IBGE, Banco Central, FGV, BNDES, IPEA; SECEX e ABRAS.

(1) Projeção.

(\*) Calculado pelo Banco Mundial, utilizando o critério de Paridade de Poder de Compra (PPP) .

(\*\*) Juros nominais